الصكوك الإسلامية

إعـداد

أ.د. صفية أحمد أبوبكر

وكيل كلية التجارة لشؤون خدمة المجتمع وتنمية البيئة

جامعة أسيوط – جمهورية مصر العربية

بحثٌ مقدَّمٌ إلى

« مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول »

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

٣١ مايو – ٣ يونيو ٢٠٠٩ م

هذا البحث يعبّر عن رأي الباحث
ولا يعبّر بالضرورة عن رأي دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

هاتف: ٦٠٨٧٧٧٧ ٤ ٩٧١+ فاكس: ٦٠٨٧٥٥٥ ٤ ٩٧١+
الإمارات العربية المتحدة ص. ب: ٣١٣٥ - دبي
mail@iacad.gov.ae www.iacad.gov.ae

ملخص البحث

الصكوك الإسلامية

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشاراً وازدهاراً واسعاً لا يقتصر على العالم العربي والإسلامي فحسب متاحاً للجميع أفراداً وشركاتٍ وحكومات في مختلف أنحاء العالم الإسلامي وغير الإسلامي، ومن أبرز أدوات الاستثمار الشائعة في هذا المجال الصكوك الإسلامية الموازية للسندات في عالم الاستثمار التقليدي.

وتتناول هذه الورقة للصكوك الإسلامية كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية .

يتناول هذا المبحث تعريف الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها وأهميتها، ومخاطرها، والفروق الجوهرية بينها وبين أدوات الاستثمار التقليدية.

المبحث الثاني: التطور التاريخي للصكوك الإسلامية .

يتناول هذا المبحث تطور تاريخي لنماذج الصكوك الإسلامية، وتداولها من حيث الحجم والعدد والحصص.

المبحث الثالث: الضوابط القانونية والشرعية للصكوك الإسلامية.

يتناول هذا المبحث الضوابط اللازمة قانونياً وشرعياً لإصدار وإدارة الصكوك الإسلامية.

المبحث الرابع: مستقبل الصكوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية .

يتناول هذا المبحث أثر الأزمة المالية العالمية على تداول الصكوك الإسلامية محليا وعالميا.

المبحث الخامس: نتائج وتوصيات .

***

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، وصلوات الله على نبيه وخاتم رسله محمد بن عبد الله، وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً.

وبعـــد:

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشاراً وازدهاراً واسعاً، ومع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة، برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال.

وقد تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم، وليس في العالم الإسلامي فحسب، إذ أصبحت الصكوك الموازية للسندات في الاستثمار المصرفي التقليدي متاحة للجميع أفراداً وشركات وحكومات في دول أوروبا وآسيا وأمريكا.

تهدف هذه الورقة إلى عرض وتقييم الوضع الراهن للصكوك الإسلامية في الأسواق المالية، وطرح أفكار جديدة لتطويرها بما يحقق توافق أفضل بين أهدافها والأحكام والمقاصد الشرعية لها.

وسوف يتم معالجة ذلك من خلال ما يلي:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

المبحث الرابع: مستقبل الصكوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية.

المبحث الخامس: نتائج وتوصيات.

❊❊❊

المبحث الأول

ماهية الصكوك الإسلامية

يتناول هذا المبحث تعريف الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، ومقارنتها بأدوات الاستثمار التقليدية كما يلي:

١/١ تعريف الصكوك الإسلامية:

تعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الإسلامي للسندات في النظام المالي التقليدي، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل (خمس سنوات وأكثر).

ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك بفائدة أو ربح سنوي ثابت، ويمكن تداول هذه الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها، ويمكن أيضا تحويلها إلى أسهم إذا كانت صكوكا قابلة للتحويل.

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، واستخدامها فيما أصدرت من أجلها»[١].

كما تعرف الصكوك الإسلامية بأنها «ملكية مشتركة في أصل ما، ولها الحق في الدخل الناتج عن هذا الأصل إما عن طريق تدفق الدخل فيتم ترسيخه وترجمته عبر أدوات قابلة للتداول يمكن إصدارها في السوق المالية، لذلك فإن الصكوك تمكن المستثمر من حصر أو حجز العوائد متوسطة وطويلة الأجل»[٢].

---

(١) المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

(2) http://www.q8zoom.com/vb/archive/index.php/t-10106.html

وتعرف الصكوك بأنها «أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل في الغالب قروضاً بفائدة من مصدرها لحاملها، يتم دفعها من العوائد النقدية للأصول المصككة. ولهذا تسمى أوراقاً مالية مدعومة بأصول Asset-Backed Securities (ABS).»(١) .

وقد أعطى اعتماد الصكوك الإسلامية على أصول عقارية أو أوراق مالية، المزيد من الثقة للشركات الكبرى في العالم، للدخول في مشاريع تمويل البنية التحتية والطاقة والتطوير العقاري.

٢/ ١ أنواع الصكوك الإسلامية:

يبلغ عدد أنواع الصكوك الإسلامية أربعة عشر نوعاً(٢) كما يلي:

عقود الإجارة:

تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية، أو منافع، أو خدما أو مزيج من ذلك كله. وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق، وهي كما يلي:

١- صكوك ملكية الأصول: وهي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشارا، وهي مالك موعود باستئجار أصول ما، يعرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

٢- صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

---

(١) د. محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكلة الصكوك الإسلامية، حلقة نقاش، وحدة البحوث بكلية الشريعة، الرياض، المملكة السعودية، ١٤٢٩هـ

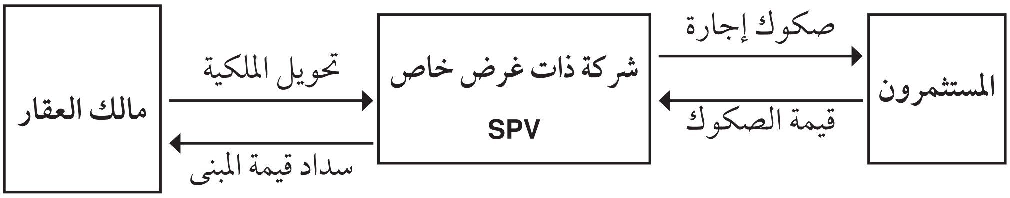
(٢) تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

٣- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) يعرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

٤- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

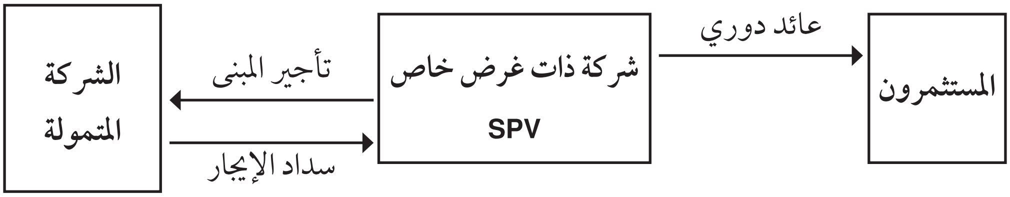
فعلى سبيل المثال، قد ترغب شركة في تمويل شراء عقار من خلال إصدار صكوك إسلامية (يطلق عليها بالشركة المتمولة)، بعد البحث إذا وجدت الشركة العقار وتفاوضت على السعر النهائي للشراء، تنشئ الشركة المتمولة شركة ذات غرض خاص SPV، تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك إجارة للمستثمرين بقيمة مبلغ الشراء وتحصيل القيمة، تستخدم حصيلة هذه الأموال في سداد قيمة المبنى ونقل ملكيته إلى الشركة ذات الغرض الخاص، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (١)



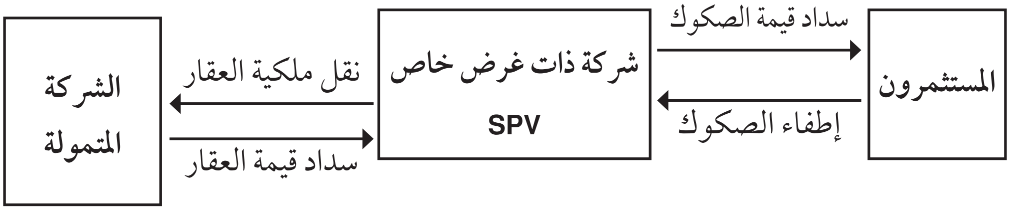
تؤجر الشركة ذات الغرض الخاص العقار للشركة المتمولة (بوعد منها بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء) وتحصل منها إيجاراً دورياً تحوله إلى حملة الصكوك كعائد دوري، كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (٢)



تقـوم الشركة المتمولة بتنفيـذ الوعد بإعادة شراء العقار مـن الشركة ذات الغرض الخاص بالسـعر المتفق عليه، تسـدد الشركة ذات الغـرض الخاص المبلغ لحملة الصكـوك وتنقل ملكية العقار للشركة المتمولة، كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (٣)



خصائص صكوك الإجارة:

- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتا أو متغيرا حسب تغير مؤشر ليبور.
- مالك العقار قد يكون المتمول نفسه أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً، لأن عائدها (الإيجار) معروف مقدماً.

٥- **صكوك السلم**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحامل الصكوك.

٦- **صكوك الاستصناع**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك.

٧- **صكوك المرابحة**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك.

٨- **صكوك المشاركة**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

والمشاركة: عقد يتم بين اثنين فأكثر على مساهمة كل منهم بمبلغٍ من المال- يسمى رأس المال- من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم. على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم، وبعبارة أخرى المشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري، وتنقسم صكوك المشاركة على قسمين :

- المشاركة بين المستثمرين
- المشاركة بين المصدر للصكوك والمستثمرين

٩- **صكوك المشاركة**: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها.

١٠- **صكوك المضاربة**: هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، وصكوك المضاربة هي عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم

مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين فأكثر. وأن الفرق بين صكوك المضاربة وصكوك المشاركة هو أن في صكوك المشاركة كل طرف يسهم بالمال وبالخدمة. وفي صكوك المضاربة يتحمل رب المال الخسارة وحده ويفقد العامل أجرة عمله. ولكن إذا كان تلف المال بسبب تفريط من العامل أو تعد منه فإنه يتحمل الخسارة.

١١- **صكوك الوكالة بالاستثمار**: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها.

١٢- **صكوك المزارعة**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.

١٣- **صكوك المساقاة**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.

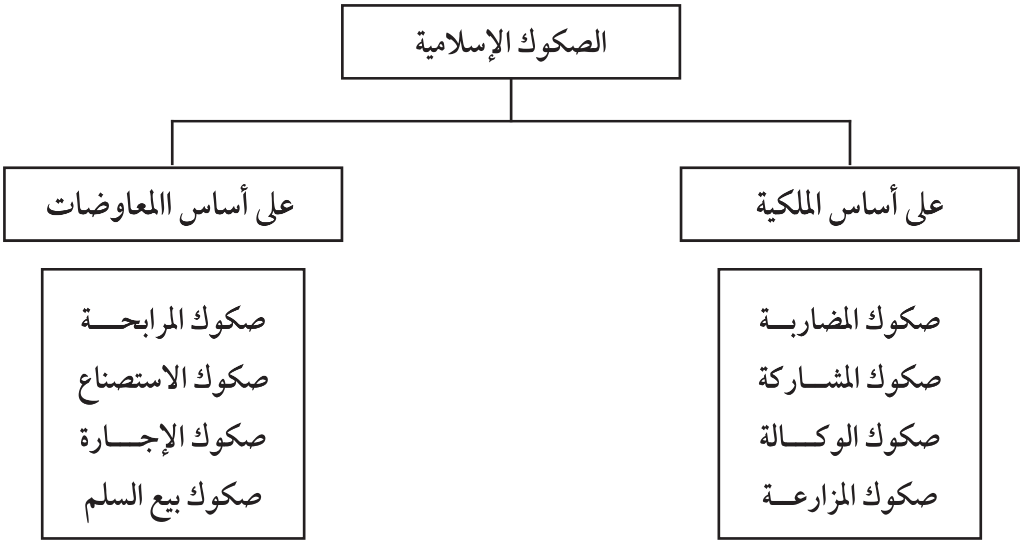
١٤- **صكوك المغارسة**: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

ويمكن تقسيم(١) الصكوك الإسلامية إلى ما يلي:

(1) Nathif J. Adam, Establishing Singapore As An Islamic Financial Hub Sukuk Masterclass, The Evaluation Of Sukuk, Sharjah Islamic Bank, 2006.

شكل رقم (٤)

تقسيم الصكوك الإسلامية



٣/ ١ خصائص الصكوك الإسلامية [١]:

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، وساهمت في انتشارها انتشارا واسعا، ولعل من أهم هذه الخصائص ما يلي:

١ . أنها وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.

٢. تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.

(1) Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008.

٣. أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.

٤. يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

٤ / ١ مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية [١]:

تتفق الصكوك الإسلامية مع أدوات الاستثمار التقليدية في بعض الأمور وتختلف معها في أمور أخري كما يتضح مما يلي:

١ / ٤ / ١ أوجه الاتفاق بين الصكوك والسندات:

١. كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضهما الأساس هو التمويل.

٢. من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.

٣. تُصنَّف الصكوك والسندات ـ بشكل عام ـ بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.

٢ / ٤ / ١ أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات:

١. أن السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلة على عقود شرعية.

٢. الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصككة، أو في العقود والأعيان المدرَّة

(١) حامد بن حسن ميرة، ما هية الصكوك، فقه المصارف الإسلامية.

للربح والممثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرضاً في ذمة مصدِرِه.

٣. عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئةٌ عن ربحِ أو غلةِ العقود التي بُنيت هيكلة الصكوك عليها؛ فلو كان الصكُّ صكَّ أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صكَّ مضاربة فعائد الصك يتحقق من ريع المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات هي التزام من المقترِض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض؛ ويكون بذلك من الربا المحرم.

٤. من الأهمية بمكان الإشارة إلى أن من أنواع السندات التقليدية المحرَّمة ما يُسمى بالسندات المدعَّمة بأصول Securities - backed asset، والفرق بينها وبين الصكوك: أن الصكوك ورقة مالية تمثل أصولاً، وأما هذا النوع من السندات التقليدية الـ- Securities backed asset فهي أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدِر موثقاً برهن وضمان هو الأصول؛ وعليه فحق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب، بينما هذا النوع من السندات حق حامله متعلق بذمة المصدر، والأصول ضمان ورهن.

٣/ ٤/ ١ الفروق بين الصكوك والأسهم:

١. الصكوك (بشكل عام) ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

٢. من جهة الشركة المصدِرة أن الصكوك ـ في أغلب هياكلها ـ أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة؛ وعليه فحامل الصك مموِّل للشركة المصدرة، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.

٣. لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر؛ فإنها ـ في الغالب ـ لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق «إطفاء»، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.

فيما يلي مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية:

جدول رقم (١)

مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية

عناصر المقارنة	تمويل مهيكل		تمويل مباشر	
	الصكوك الإسلامية	الصكوك التقليدية	السندات	الأسهم
تاريخ التطبيق	١٩٩٠	١٩٧٠	١٦٠٠	١٦٠٠
العلاقة بين المصدر والمستثمر	ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية مضمونة بأصول	مديونية (قرض)	ملكية حصة شائعة من أصول
مصدر العائد	العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول
القابلية للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول
المعاملة المحاسبية	خارج الميزانية	خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية
درجة المخاطرة	يعتمد على طبيعة الأصول	منخفضة	مرتفعة	منخفضة
المدة	مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة

المصدر: د. محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكلة الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني

مخاطر الصكوك الإسلامية (١)

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ومستثمر أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة، لا كما ينظر البعض إلى الصكوك على أنها أداة دين لا فرق بينها وبين السندات وأن الأصول المكونة للصكوك والهياكل التعاقدية إنما هي من قبيل الجسر لنقل الأموال من المستثمرين إلى مصدري الصكوك.

والحقيقة أن هذه النظرة تؤدي إلى العجز عن تقدير مخاطر الصكوك وبالتالي عدم تغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة. وتتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقا لهيكل الصك؛ فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة والصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد.

كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات، إلا انه يمكن إجمال هذه المخاطر فيما يلي(٢):

١/ ٢ مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط؛

---

(1) Ali Arsalan Tariq, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.

(٢) لاحم الناصر، مخاطر الصكوك، فقه المصارف الإسلامية.

فمثلاً عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولا مؤجرة فيجب ألا تزيد نسبة الديـون عـلى ٣٣٪ من مكونات الصك طـوال عمر الصك حتى يجوز تداولـه. وفي حال زيادة الديون على هذه النسـبة فإن الصك لا يجوز تداوله وبالتالي يصبح الصك ضعيف السـيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكاً صورياً.

ولا شك أن هذه الصورية تبطل عقد التملك، وبالتالي فما بني على باطل فهو باطل فيبطل الصك؛ فعلى سـبيل المثال نجد أن الكثير من المؤسسـات الإسـلامية تنقـل ملكية بعض أصول عملائها على سبيل الرهن وليس على سبيل البيع الحقيقي؛

فلو قامت هذه المؤسسـات بتصكيك هذه الأصول على صيغة صكوك إجارة أو مشـاركة أو غيرهـا مـن صور التصكيك الممكنة فإن هـذه الصكوك باطلة لأن المؤسسـة باعت على حملة الصكوك ما لا تملك وهو من البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية.

وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة ولا يمكن حصرها في هذا المقال فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسـة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

٢/ ٢ المخاطر التشغيلية:

حيـث إن هياكل الصكوك الإسـلامية التي يجوز تداولهـا يجب أن تكون قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول. فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية؛

فمثلاً نعلم أن العائد الإيجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العـين المؤجـرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المسـتأجر دفع الأجـرة وبالتالي لن يدر للصك أي عائد.

ومـن هنـا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضا لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر.

كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة.

٣/ ٢ المخاطر القانونية:

نظرا لأن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البـشر) ممـا يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسـلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية. كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

من هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وان هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

بالإضافـة إلى ذلك قد تختلـف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسـلامية تبعا لنوعها، كما يتضح مما يلي:

٤/ ٢ مخاطر صكوك توريق الذمم المقبولة شرعاً:

في ما يتعلق بصكوك توريق الذمم المدينة المقبولة شرعا، يواجه المستثمرون في هذه الصكوك خطرين أساسيين هما:

١/ ٤/ ٢- خطر التأخر في الوفاء Slow Pay Risk:

فإذا توقع المستثمرون (حملة الصكوك) أن عوائد الصكوك التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، وإنما سينعكس ذلك سلبا على الثقة في صفقات التوريق برمتها.

٢/ ٤/ ٢- خطر العجز عن الوفاء No Pay Risk:

هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرز أهمية ودور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر، من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليه المؤسسة البادئة للتوريق (المصدر)، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة، بالإضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق، لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

٥/ ٢ مخاطر صكوك توريق الموجودات العينية:

أما بالنسبة لصكوك توريق الموجودات العينية، فان الخطر يكون في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك، ويمكن درء هذا الخطر عن طريق إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتوريق، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، مع إجراء تحليل للحساسية Sensitivity Analysis عليها، بهدف اكتشاف مكامن الخطر، ووضع التدابير اللازمة للدرء المخاطر، بما في ذلك التأمين على تلك الأصول.

المبحث الثالث

الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال العام عليها وما يثار حولها من ملاحظات وتساؤلات، فقد بحث المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) موضوع إصدار الصكوك في ثلاثة اجتماعات:

- بالمدينة المنورة بتاريخ ١٢ جمادى الآخرة ١٤٢٨ هـ الموافق ٢٧ يونيو ٢٠٠٧م
- بمكة المكرمة بتاريخ ٢٦ شعبان ١٤٢٨ هـ الموافق ٨ سبتمبر ٢٠٠٧م
- بمملكة البحرين بتاريخ ٧ و ٨ صفر ١٤٢٩ هـ الموافق ١٣ و ١٤ فبراير ٢٠٠٨م،

وبعدما اجتمعت اللجنة المنبثقة منه بتاريخ ٦ محرم ١٤٢٩ هـ الموافق ١٥ يناير ٢٠٠٨م، بمملكة البحرين بحضور عدد كبير من ممثلي مختلف البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية قدمت تقريرها إلى المجلس الشرعي. وبعد النظر فيما دار في هذه الاجتماعات، والأوراق والبحوث التي قدمت فيها، فإن المجلس الشرعي إذ يؤكد على ما ورد بشأن الصكوك في المعايير الشرعية[١] يوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

١/ ٣ عند إصدار الصكوك:

أولاً: يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم خدمات، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (١٧) بشأن صكوك الاستثمار، بند

(1) Sibghatullah Ahsan, Sukuk and its Legal and Regulatory Framework In Pakistan, 27th August 2008.

(٢) وبنـد ٥-١-٢، ويجـب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سـجلاته وألا يبقيها في موجوداته.

ثانيـاً: لا يجـوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيـرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافـع غير مقصـودة في الأصل، وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (٢١) بشـأن الأوراق المالية.

ثالثاً: لا يجوز لمدير الصكوك، سـواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالاسـتثمار أن يلتزم بـأن يقدم إلى حملـة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربـح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطـي لتغطيـة حالة النقـص بقدر الإمكان، بـشرط أن يكون ذلك منصوصـاً عليه في نشرة الاكتتـاب. ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحسـاب وفقـاً للمعيار الشرعي رقم (١٣) بشأن المضاربة، بند ٨/ ٨، أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.

رابعـاً: لا يجـوز للمضـارب أو الشريك أو وكيل الاسـتثمار أن يتعهد بـشراء الأصول من حملـة الصكـوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسـمية عند إطفاء الصكوك في نهايـة مدتها، ويجوز أن يكـون التعهد بالشراء على أسـاس صافي قيمـة الأصول أو القيمة السـوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (١٢) بشأن الشركة (المشاركة) والـشركات الحديثة ٣-١-٦-٢، وفي المعيار الشرعي رقم (٥) بشـأن الضمانات، بند ٢-٢-١ وبند ٢/ ٢/ ٢. علماً بأن مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصـير ومخالفة الشروط، سـواء كان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالاسـتثمار. أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهيـة بالتمليـك، فيجوز لمدير الصكـوك التعهد بشراء تلك الأصول-عنـد إطفاء الصكوك- بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.

خامساً: يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار.

سادساً: يتعين على الهيئات الشرعية ألا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكلة الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقاً للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول تلك الحصيلة إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية وفقاً للمعيار الشرعي رقم (١٧) بشأن صكوك الاستثمار، بند ٥-٨-١-٥. هذا ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل في عملياتها من المداينات، وتكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على قسمة الأرباح والخسائر، وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة.

٢/ ٣ عند تحديد سعر الأصول:

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في السندات الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك التي تنظّم وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل، بيع العينة والمرابحة:

• وقد قرر المجلس الاستشاري الشرعي أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا يتجاوز ١,٣٣ (واحدة والثلث) مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن ٠,٦٧ (الثلثين) مرة من قيمة السوق أي أن: **٠,٦٧ > ثمن بيع الأصول > ١,٣٣**

• لمزيد من تسهيل عملية تحديد سعر الأصول قرر المجلس الاستشاري الشرعي أن القيمة السوقية إذا لم يمكن تحديدها، يلجأ إلى القيمة العادلة أو غيرها من القيم التي تعتبر مناسبة ويمكن استخدامها ما دامت تستند إلى التراضي بين المشتري والبائع وتقييم مناسب، والقيمة الدفترية الصافية (NBV) أمر غير مقبول.

٣/ ٣ عند استخدام الإيرادات:

- يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة موافقة بالشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية.

- وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك للعمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة.

- تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار

  - الأصول مقابل النقود عن طريق الورقة (وليس ورقة مقابل النقود)
  - مبادلة الأصول أو الاستثمار في الأصول
  - العائد بمثابة الربح (وليس بالربا)

- استعمال رأس مال الصكوك في ما يتوافق مع الشريعة اعتمادا على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئة الرقابة الشرعية.

***

المبحث الرابع

مستقبل الصكوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية

يتناول هذا المبحث الصكوك الإسلامية من حيث التطور، والعوامل الدافعة والمعوقات، وأثر الأزمة المالية العالمية على تداول الصكوك الإسلامية.

١/ ٤ تطور حجم الصكوك الإسلامية:

فيما يلي بيان بتطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً وخليجياً.

١/ ١/ ٤ تطور الصكوك الإسلامية عالمياً:

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية الآن، وقد قدر خبراء[١] الاقتصاد الإسلامي أن تصل حجم إصدارات الصكوك الإسلامية نحو ثلاثة تريليونات دولار بحلول عام ٢٠١٥م، وأنه خلال الأعوام من ٢٠٠٥-٢٠٠٨ بلغ إصدار الصكوك الإسلامية نحو ٤٠ مليار دولار من قبل مؤسسات مالية إسلامية في الشرق الأوسط وآسيا، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير الإسلامية مثل البنك الدولي. وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٧م.

(١) دراسة نشرت على موقع البنك الدولي .

جدول رقم (٢)

حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٧م

(القيمة بالمليون دولار)

السنة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
الحجم	٣٣٦	٧٨٠	٩٨٠	٥٧١٧	٧٢١١	١٢٠٦٥	٢٧٤٦٤	٣٢٦٥٠	٣٥٠٠٠*
نمو٪	-	١٣٢	٢٦	٤٨٣	٢٦	٦٧	١٢٨	١٩	٧

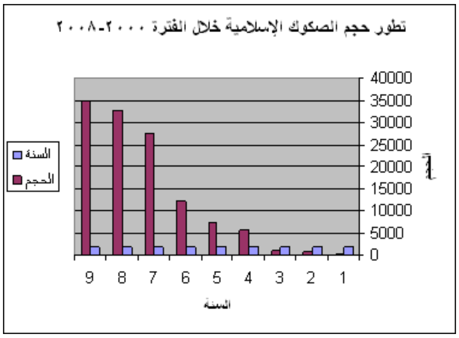
Source: Ibrahim Mardam-Bey, Sukuk: An Emerging Asset Class, November, 2007

* حجم الصكوك عام ٢٠٠٨ رقم تقديري .

يوضح الجدول السابق معدل نمو الصكوك الإسلامية خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتي ٢٠٠٨م، حيث كان الحجم الإجمالي للصكوك ٣٣٦ مليون دولار عام ٢٠٠٠م، أرتفع إلى حوالي ٣٥٠٠٠ مليون دولار عام ٢٠٠٨م . وأن النمو الذي تحقق عام ٢٠٠٣م كان الأكبر بنسبة ٤٨٣٪ يليه عام ٢٠٠٦م بمعدل نمو ١٢٨٪.

وفيما يلي شكل بياني يوضح هذا التطور.

شكل رقم (٥)



أما توزيع[(١)] الصكوك الإسلامية عام ٢٠٠٧م فيأتي كما يلي:

- **من حيث العدد:**

ارتفع عدد الصكوك من ١٠٩ عام ٢٠٠٦م إلى ١١٩ عام ٢٠٠٧م.

- **من حيث القطاعات:**

أن الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية بنسبة ٣١٪، تليها العقارات بنسبة ٣٥٪، ثم الطاقة والخدمات بنسبة ١٣٪.

- **من حيث الأنواع:**

جاءت صكوك الإجارة في المقدمة لعدد الصفقات المصدرة حيث بلغ العدد ٥٤ إصدار، بالمقارنة بصكوك المشاركة التي بلغ عددها ٣٣ إصدار. وجاءت صكوك المشاركة في المرتبة الأولي من حيث حجم الإصدار حيث بلغ ١٣,٩ مليار دولار، تليها صكوك الإجارة بقيمة ١٠,١٣ مليار دولار.

- **من حيث الدول:**

أظهرت باكستان أسرع نمو لسوق الصكوك حيث بلغ عدد إصدار الصكوك ٣٠ عام ٢٠٠٧م بينما كان عدد إصداراتها من الصكوك عام ٢٠٠٦م لا يتعدي ٤ فقط، أما جنوب شرق آسيا فقد سجل انخفاض في الإصدار عام ٢٠٠٧م ناجم عن انخفاض إصدار الشركات الماليزية، وعلى الرغم من ذلك فتعتبر ماليزيا أكبر سوق سندات إسلامي تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية.

---

(١) تقرير وكالة موديز انفستر سيرفس العالمية للتقييم الائتماني.

٢/ ١/ ٤ تطور حجم الصكوك الإسلامية على مستوي دول مجلس التعاون الخليجي:

أكد تقرير وكالة موديز انفستر سيرفس العالمية للتقييم الائتماني، أن عدد الإصدارات عام ٢٠٠٧م بلغ ٥٠ إصدارا كان لمملكة البحرين النصيب الأكبر فقد حققت ٢٨ إصدار تليها دولة الإمارات ١٢ إصدار، ثم المملكة العربية السعودية ٥ إصدارات، ودولة الكويت ٤ إصدارات، ودولة قطر إصدار واحد.

وأن إجمالي حجم الإصدار عام ٢٠٠٧م بلغ ١٩ مليار دولار، استحوذت دولة الإمارات على النسبة الأكبر منها، حيث بلغت النسبة ٥٨٪ من إجمالي الإصدارات، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة ٣٠٪، ثم البحرين بنسبة ٦٪، والكويت ٤٪، وأخيرا قطر بنسبة ٢٪.

٢/ ٤ أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية:

بخصوص أثر الأزمة المالية العالمية الحالية على سوق الصكوك الإسلامية، هناك رأيان في هذه القضية وهما كما يلي:

- رأي إيجابي: يري أن صناعة الصكوك الإسلامية- بما لها من خصائص توفر حماية للمستثمرين فيها- ستكون ملاذا للمستثمرين الذين تضرروا من الأزمة المالية، والدليل على ذلك قيام الدول غير الإسلامية بإصدار سندات متوافقة مع الشريعة الإسلامية منها الحكومة البريطانية وألمانيا واليابان وتايلاند وشركة نفط في تكساس بالولايات المتحدة الأمريكية، والبنك الدولي، وأيضا قبول قيد الصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية. ويؤكد بنك الاستثمار الإسلامي الأوروبي أن حجم حيازة المستثمرين الأجانب من الصكوك الإسلامية وصل إلى ٨٠٪ من إجمالي الإصدارات.

- ومع تعمق أزمة الإقراض في العالم، يلجأ مستهدفو التمويل إلى أدوات التمويل الإسلامي تلك التي تعد رافعة لاستثمار قدر كبير من الفوائض النفطية في الدول الخليجية.

- **رأي سلبي**[1]: يري أن الأزمة المالية سوف تؤثر على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية، حيث أكد على أن المبيعات العالمية من السندات الإسلامية في ٢٠٠٨م ستجاهد لتصل إلى المستويات التي حققتها عام ٢٠٠٧م والتي بلغت ١٦ مليار دولار، وذلك بسبب أزمة الائتمان.

- أن صناعة إصدار الصكوك الإسلامية لا توفر حماية مطلقة من المخاوف الائتمانية التي تصيب الأسواق التقليدية، فعلى الرغم أن سوق الصكوك هو سوق ائتمان يعطي أكبر قدر من الاستقرار للمستثمرين، إلا أنه لا يزال يرجع إلى القدرة الائتمانية والمخاطر الائتمانية للملتزم، وبالتالي فحين تكون هناك أزمة ائتمانية في السوق المالية التقليدية فيعتقد أنه سوف يكون لها تأثير تلقائي على سوق الصكوك الإسلامية.

٢/ ٤ العوامل الدافعة لانتشار الصكوك الإسلامية:

- تحظي الصكوك الإسلامية بتصنيف ائتماني جيد، إذ أنها تخضع لضوابط هيئات شرعية تضم علماء دين يضمنون ألا تمر بعمليات توريق للدين تعرضها لمخاطر كتلك التي أدت إليها أزمة القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة الأمريكية، فتوريق الدين محظور في إطار قواعد التمويل الإسلامي عامة.

- تحظي الصكوك الإسلامية وقضايا التمويل عموما، باهتمام متزايد الآن في الأوساط الغربية مع شدة أزمة الانكماش الائتماني العالمي ومخاوف الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وربما في العالم، مما قد يؤدي إلى زيادة الإقبال عليها. وقد أصدرت مؤسستا التصنيف الائتماني ستاندرد أند بور وموديز تقريران عن سوق الصكوك يشير إلى احتمال تضاعف حجمه في غضون سنوات قليلة.

---

(١) رأي باديلسياه عبد الغني، المدير التنفيذي لبنك سي. أي. أم. بي. الإسلامي .

٣/ ٤ العوامل المعوقة لانتشار الصكوك الإسلامية:

بالرغم ما لتلك الصكوك من مميزات وتوقعات للانتشار، إلا أن هناك مجموعة من المعوقات تجاه سوق الصكوك الإسلامية نجملها فيما يلي:

١/ ٣/ ٤ نقص الشفافية في بعض الإصدارات: وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

٢/ ٣/ ٤ عدم توافر مناخ تشريعي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من وقت لآخر حول شرعية بعض الصكوك.

٣/ ٣/ ٤ عدم وجود سوق ثانوية: مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من الأساليب تؤدي إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك بالاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا، وعدم وجود بديل لها في السوق، وعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.

٤/ ٣/ ٤ لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية: مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة.

٥/ ٣/ ٤ تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة: مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية.

***

المبحث الخامس

نتائج وتوصيات

٥/١ النتائج:

٥/١/١ يعتبر سوق الصكوك الإسلامية مزدهرا، وأن المؤسسات المالية الإسلامية تتطلع بشكل متزايد نحو الاستثمارات التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

٥/١/٢ تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي (دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية والبحرين والكويت وقطر).

٥/١/٣ أن المستثمرين في المؤسسات المالية التقليدية قد اتجهوا نحو الأوراق المالية الإسلامية طلبا لتحقيق الربح.

٥/١/٤ تلجأ الآن كثير من الدول والهيئات والمؤسسات غير الإسلامية إلى إصدار الصكوك التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية منها المملكة المتحدة وألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا واليابان وتايلاند، وقد تزايد ذلك بعد الأزمة المالية العالمية الحالية.

٥/١/٥ هناك بعض المعوقات تقف أمام انتشار الصكوك الإسلامية منها محدودية السوق وافتقارها إلى نظام تشريعي ومؤسسات بنية تحتية مساندة وكوادر بشرية مؤهلة للعمل في هذه الصناعة.

٢/ ٥ التوصيات:

١/ ٢/ **٥** ضرورة وجود قدر كافٍ من الشفافية لهذه الصناعة.

٢/ ٢/ **٥** يجب أن تكون هذه الصناعة مهيأة للتوسع إلى أسواق جديدة من خلال تطوير صكوك مدعومة بأصول في هيئات اختصاص غير إسلامية.

٣/ ٢/ **٥** ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.

٤/ ٢/ **٥** ضرورة وجود سوق ثانوية

٥/ ٢/ **٥** ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق هذه الصناعة.

٦/ ٢/ **٥** ضرورة مراجعة هيكلة الصكوك الإسلامية، وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقا مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توزيع المخاطر.

كل ما سبق يحتاج:

- سوق مال إسلامية مناسبة .
- قطاع بنوك إسلامية .
- شركات تكافل .
- نمو للقطاع الصناعي .
- نمو في قطاع خدمات .

* * *

المراجـــع

أولاً: المراجع العربية:

١ - المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI).

٢ - حامد بن حسن ميرة، ما هية الصكوك، فقه المصارف الإسلامية.

٣- د. محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكلة الصكوك الإسلامية، حلقة نقاش، وحدة البحوث بكلية الشريعة، الرياض، المملكة السعودية، ١٤٢٩هـ.

٤- لاحم الناصر، مخاطر الصكوك، فقه المصارف الإسلامية.

٥- تقارير وآراء:

- تقرير البنك الدولي
- تقرير وكالة موديز انفستر سيرفس العالمية للتقييم الائتماني.
- تقرير مؤسسة ستاندرد أند بور للتقييم الائتماني.
- رأي باديلسياه عبد الغني، المدير التنفيذي لبنك سي. أي. أم. بي. الإسلامي

ثانياً: المراجع الأجنبية:

1- Ali Arsalan Tariq, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.

2- Ibrahim Mardam-Bey, Sukuk: An Emerging Asset Class, November, 2007.

3- Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008.

4- Nathif J. Adam, Establishing Singapore As An Islamic Financial Hub Sukuk Masterclass, The Evaluation Of Sukuk, Sharjah Islamic Bank, 2006.

5- Sibghatullah Ahsan, Sukuk and its Legal and Regulatory Framework In Pakistan, 27th August 2008.

6- http://www.q8zoom.com/vb/archive/index.php/t-10106.html

❋ ❋ ❋

ISLAMIC SECURITIZATIONS

(SUKUK STRUCTURES)

There is a high development and widespread to traditional financial markets that can be acceptable to the Islamic law.

As a result, there has recently been a rapid growth of Islamic structured financial instruments known as Sukuk in Islamic capital markets,

The objective of this paper is to review the evolution of Sukuk, describe its types and analyze its risks. To show the historical development of Sukuk. To study the effect of the recent international financial crisis on sukuk.

❊ ❊ ❊